

# **DEPARTEMENT TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN**

ONDERZOEKSRAPPORT NR 9711

## **ZIJN OVERNAMES WEL OVERNAMES ? DE BELGISCHE ERVARING IN DE PERIODE 1985-1995**

door

**Cynthia Van Hulle**



Katholieke Universiteit Leuven.

Naamsestraat 69, B-3000 Leuven

ONDERZOEKSRAPPORT NR 9711

**ZIJN OVERNAMES WEL OVERNAMES ?  
DE BELGISCHE ERVARING IN DE PERIODE 1985-1995**

door

**Cynthia Van Hulle**

**DEPARTEMENT TOEGEPASTE  
ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN**

**Zijn overnames wel overnames ?  
De Belgische ervaring in de periode 1985-1995**

**door**

**Cynthia Van Hulle**



Katholieke Universiteit Leuven  
Naamsestraat 69, B-3000 Leuven

De auteur dankt L. Vanthienen en P. Sercu voor nuttige commentaar, alsook A. Praet voor de assistentie bij de gegevensverzameling.

In de handboeken over ondernemingsfinanciering met hoofdstukken omtrent overnames, wordt vaak het beeld geschetst van wat een overname zou dienen in te houden. In het bijzonder zou idealiter een overnametransactie op ingrijpende wijze de efficiëntie van het management alsook de waarde van de bedrijfsactiviteiten van de doelwitvennootschap en/of bidder verbeteren met een stijging van de aandelenprijs van de betrokken ondernemingen tot gevolg. Dergelijke ingrijpende verandering zou doorgaans ook gepaard gaan met een fundamentele omschakeling in de controle over de bedrijfsactiviteiten. Deze voornamelijk Angelsaksische visie is onderliggend steeds expliciet of impliciet aanwezig in wetenschappelijk empirisch onderzoek over overnames. Echter gezien de belangrijke verschillen in 'corporate governance' tussen de Angelsaksische en Continentaal Europese wereld, is het voor het begrijpen van dergelijke operaties belangwekkend na te gaan of overnames in de Continentaal Europese praktijk wel aan dit beeld voldoen. Dit artikel brengt een eerste evaluatie van deze vraag met betrekking tot overnametransacties waarbij Belgische beursgenoteerde ondernemingen zijn betrokken. Daarnaast worden ook een aantal aspecten geanalyseerd van de vraag of de mate waarin de transactie aan het Angelsaksische beeld voldoet een invloed heeft op de grootte en de verdeling van de voordelen. In het bijzonder beschouwt onderhavig artikel, voor de periode 1985-1995, overnames en koershandhavingen waarin, op het ogenblik van de transactie, tenminste één van de betrokken ondernemingen genoteerd is op de Brusselse beurs. Daarbij gebeurt een opdeling in twee groepen, al naargelang de overnemer een holding of een niet-holding is. Immers in de geest van het dominerende Angelsaksische overnamebeeld zou men a priori verwachten dat het relatief moeilijker is grote meerwaarden te creëren op het niveau van superstructuren en zou men dan logischerwijze voorspellen dat overnames waarin de bidder een holding is minder waarde creëren dan overnames waarin de bidder een niet-holding betreft. Verder gaand in deze visie, zou de waardecreatie tot uiting komen in de aandelenprijzen van de betrokken ondernemingen en zouden bij een 'ideale' overname dan ook grote beursrendementen te verwachten zijn. In overeenstemming met deze predictie vindt deze studie dat aandeelhouders van beursgenoteerde doelwitvennootschappen die door een niet-holding worden overgenomen, gemiddeld een grotere premie op zak steken dan de doelwitaandeelhouders van holdingbieders. Bovendien realiseren de aandeelhouders van holdingbieders gemiddeld geen grotere beursrendementen dan

deze van niet-holdingovernemers. Wanneer echter meer in detail wordt gekeken blijkt dat ook in de groep van de niet-holdingbieders het Angelsaksische beeld van de ideale overname vaak niet overeenkomt met de Belgische praktijk. In het bijzonder blijkt dat niet-holdingbieders ook holdings overnemen terwijl holdingbieders, naast het overnemen van andere holdings en beursschelpen, ook regelmatig betrokken zijn bij transacties op niet-holdings. Dit doet vermoeden dat holdings al eens worden gebruikt als vehikels om transacties met een industriële achtergrond uit te voeren. Bovendien gaat de overname niet noodzakelijk gepaard met een verandering in controle, in die zin dat de hoofdaandeelhouder frequent dezelfde blijft<sup>1</sup>. Bij holdingbieders blijkt het relatieve belang van operaties op andere holdings echter groter te zijn dan bij de niet-holdingbieders. Ook transacties zonder controleverandering lijken bij holdingbieders iets frequenter. De steekproef is evenwel beperkt, zodanig dat met deze conclusies voorzichtig dient omgesprongen te worden. Echter, bij beide groepen van overnemers valt de grote proportie op van transacties zonder controlewijziging. Dit zou erop kunnen wijzen dat aspecten zoals het effect op de beurslijn (b.v. het uit de beurs nemen doet bepaalde informatieverplichtingen ophouden, het geeft meer vrijheid voor intra-groep transacties,...) evenals eventueel verschuivingen van aandelenpakketten een belangrijke rol spelen bij heel wat operaties.

Wat betreft de organisatie van de tekst, beschrijft paragraaf 1 de beschikbare gegevens en een aantal verschillen en overeenkomsten tussen de twee overnametypes (de bidder is een holding of een niet-holding). Paragraaf 2 bevat een bespreking van de geboden overnamepremies alsook van de gerealiseerde rendementen op aandelen van bidders en doelwitvennootschappen in de periode lopende van zes maand voor de transactie tot de transactiedatum. Daarna evalueert paragraaf 3 of er zich in de behaalde surplusrendementen van doelwitaandeelhouders al dan niet een 'holding-effect' voordoet. Tenslotte bevat paragraaf 4 enkele conclusies.

---

<sup>1</sup> Hierbij is rekening gehouden met het feit dat voor het uitbrengen van het publiek bod soms een privé-transactie heeft plaatsgegrepen waarin de oude hoofdaandeelhouder(s) uitverko(o)pt(en).

## 1. Belgische overnames versus de Angelsaksische visie: een eerste benadering

De steekproef bevat alle publieke overnamebiedingen en koershandhavingen <sup>2</sup> tijdens de periode 1985-1995 waarbij, ten tijde van de transactie, tenminste één onderneming een notering heeft op de beurs van Brussel. Biedingen op vastgoedcertificaten zijn uit de steekproef verwijderd, alsook gevallen van terugkoop van eigen aandelen. Indien meerdere biedingen op dezelfde vennootschap worden uitgebracht, wordt enkel het finale bod in rekening gebracht. Ook worden alleen de bidders die bij dit laatste evenement betrokken zijn in de steekproef opgenomen. Wanneer dit laatste bod meerdere bidders betreft worden de biedergegevens als afzonderlijke elementen in de steekproef beschouwd. Zo worden dan 28 gevallen van beursgenoteerde overnemers geteld en 37 gevallen van niet (of niet in Brussel) genoteerde bidders. Aangaande de overgenomen vennootschappen omvat de steekproef 49 maal een bod met een beursgenoteerd doelwit en 13 maal een bod met een niet-beursgenoteerd doelwit. Het aantal gevallen waar zowel bidder als doelwit beiden in Brussel een beursnotering hebben is beperkt tot 14. De identiteit van bidders en doelwitvennootschappen alsook het tijdstip van ingang van het bod wordt vastgesteld op basis van de lijsten gepubliceerd door de Commissie voor het Bank-en Financiewezen. Dit onderzoek classificeert als holdings die ondernemingen waarvan de activiteit als dusdanig in de memento's der effecten wordt aangegeven. Bij afwezigheid van een activiteitenomschrijving of twijfel, worden ondernemingen waarvan in het jaar voor de overname de omzet kleiner is dan het kapitaal en waarvan bovendien de portefeuille vaste financiële activa groter is dan de helft van het statutair kapitaal, ook als holdings beschouwd.

Zoals uit tabel 1 <sup>3</sup> blijkt zijn over de periode 1985-1995 holdings globaal genomen actiever geweest in het overnemen van beursgenoteerde doelwitten dan niet-holdings. Wat betreft de grootte van de uitkoopwaarde (aantal aandelen waarvoor geboden maal biedprijs per aandeel) toont de tabel dat de gemiddelde transactiewaarde voor de twee types van bidders ongeveer dezelfde is (2,27 miljard BEF voor de holdings en 2,148

<sup>2</sup> De steekproef omvat enkel vier koershandhavingen; in drie van de vier gevallen betreft het doelwit een beursschelp en eenmaal een industriële onderneming.

<sup>3</sup> Tabellen in bijlage.

miljard BEF voor de niet-holdings). De mediaanwaarde (= 50 % van de transacties hebben een kleinere waarde) ligt voor beide categorieën overnemers echter merkkelijk beneden het gemiddelde (261,4 miljoen BEF voor de holdings en 367 miljoen BEF voor de niet-holdings). Deze bescheiden uitkoopwaarde is het gevolg van zowel een relatief laag uitkooppercentage als van een beperkte beurskapitalisatie van de overgenomen ondernemingen. Wat betreft het uitkooppercentage blijkt dit bij de niet-holdings enigszins hoger te liggen. De steekproef is echter te klein om statistisch significante verschillen te bekomen. Op het eerste zicht is de gemiddelde beurskapitalisatie van de overgenomen vennootschap merkkelijk hoger bij de holding-overnemers. Echter, uit het detail van de steekproef blijkt dat dit gemiddelde sterk wordt opgedreven door vijf grote overnamedossiers waarbij de beurskapitalisatie van de doelwitvennootschap (ver) boven de 10 miljard uitstijgt (d.w.z. de Generale Maatschappij, Royale Belge, CMB, Wagon-Lits, en Obourg).<sup>4</sup> Wanneer deze worden verwijderd, bevat de steekproef van de holdingdoelwitten alleen nog overnames met een beurskapitalisatie beneden 5 miljard BEF en valt de gemiddelde overnamegrootte van holdingdoelwitten terug tot 1,2 miljard BEF. Het verwijderen van grote overnamedossiers aan de hand van dezelfde criteria bij de niet-holding overnemers heeft een veel beperkter effect: na het uitsluiten van drie doelwitten ( d.w.z. Saint Roch, Tabacofina, Urbaine UAP) daalt de gemiddelde beurskapitalisatie tot 1,2 miljard BEF en komt op vrijwel identieke hoogte met het herberekende gemiddelde bij de holdings.<sup>5</sup> Een vergelijking van deze laatste gemiddelden met de gemiddelde beurskapitalisatie van de op de contantmarkt van de beurs van Brussel genoteerde ondernemingen per eind 1990 (= 11,1 miljard BEF), confirmeert dat de meeste transacties inderdaad ondernemingen met een kleinere marktwaarde behelzen.

Aansluitend bij de vaststelling dat uitkooppercentages veelal beperkt zijn, kan men zich de vraag stellen in welke mate Belgische overnames gepaard gaan met veranderingen in controle. In de huidige steekproef wordt aangenomen dat in het kader van de transactie geen controleverandering plaatsgrijpt indien de overnemer

---

<sup>4</sup> Geëvalueerd aan de beursprijs op de datum van het bod, bedraagt de beurskapitalisatie van de grote dossiers bij de holding-bieders: Generale maatschappij: 134 miljard BEF, Royale Belge: 93,1 miljard BEF, CMB: 49,4 miljard BEF, Wagon-Lits: 34,8 miljard BEF, Obourg: 13,2 miljard BEF.

reeds twee jaar voor de verrichting een meerderheidsparticipatie in bezit heeft. Daarbij wordt een verschuiving van een meerderheidspakket tussen dochters van dezelfde groep niet als een verandering in controle aangemerkt. De eigendomsgegevens zijn verzameld in memento's van financiële verwantschappen, de prospectussen en de balanscentrale.<sup>6</sup> Op deze basis zijn bij de 29 overnames door holdingbieders beschouwd in tabel 1, 18 (= 62% van 29) verrichtingen geteld waarbij een controleverandering heeft plaatsgegrepen. Bij de niet-holdingbieders daarentegen kunnen 15 overnames op een totaal aantal van 20 (= 75% van 20) als controlewijzigend worden aangemerkt. Opnieuw is de steekproef te klein opdat de verschillen statistisch significant zouden zijn. Bovendien is het interessant op te merken dat een aantal van de controlewijzigingen kleine holdingmaatschappijen met een beurskapitalisatie kleiner dan 200 miljoen BEF (7 gevallen bij de holding-overnemers en 3 gevallen bij de andere bieders) betreffen. Vermoedelijk hebben deze laatste transacties meer te maken met een herschikking van beurslijnen dan met de activa die in de betreffende doelwitvennootschap aanwezig zijn. Ook bij de overnames zonder controlewijziging lijkt het effect op de beurslijn een voor de hand liggend belangrijk motief. Ten slotte lijken holdings, in vergelijking met de andere overnemers, meer betrokken te zijn bij overnames van andere holdingmaatschappijen (17 op 29 gevallen of 59% versus 7 op 20 gevallen of 35%). De kleine steekproef zorgt er echter opnieuw voor dat deze verschillen statistisch niet significant blijven.

Samenvattend kan men dus stellen dat heel wat overnames in de Belgische praktijk niet overeenstemmen met de in de inleiding aangehaalde dominerende Angelsaksische visie. Deze vaststelling houdt natuurlijk niet in dat de hier beschouwde transacties geen zin zouden hebben. Wat uiteindelijk telt is de mate waarin waarde wordt gecreëerd. Dit laatste is het onderwerp van de volgende paragraaf.

---

<sup>5</sup> Geëvalueerd aan de beursprijs op de datum van het bod, bedraagt de beurskapitalisatie van de grote dossiers bij de holding-bieders: Saint Roch: 13,7 miljard BEF, Tabacofina: 13,6 miljard BEF, Urbaine UAP: 10 miljard BEF.

<sup>6</sup> In één geval zijn onvoldoende eigendomsgegevens beschikbaar. Daarbij is dan aangenomen dat, gezien ook na de transactie de functie van voorzitter van de raad van bestuur en de functie van gedelegeerd bestuurder in de handen van dezelfde personen zijn gebleven, er geen verandering in controle heeft plaatsgegrepen.



## 2. Beleggersrendementen bij overname

Zowel voor België als voor het buitenland rapporteren voorgaande studies steeds hetzelfde patroon: doelwitaandeelhouders realiseren gemiddeld mooie surplusrendementen in de periode voor het bod terwijl de aandeelhouders van overnemers veel kleinere of zelfs geen surplusrendementen realiseren. Dit laatste kan zeker gedeeltelijk worden verklaard door het feit dat overnemers over het algemeen groter zijn dan doelwitten, waardoor het overnamevoordeel van de bidder over een grotere massa dient te worden uitgesmeerd. Veelal wordt ook aangenomen dat de concurrentie voor zeggenschap de prijs van de doelwitten omhoog drijft zodanig dat de aandeelhouders van deze laatstgenoemde ondernemingen het grootste deel van de overnamevoordelen kunnen capteren. Tabellen 2a en 2b bevatten een aantal gegevens in verband met betaalde premies en behaalde rendementen op doelwitaandelen. De premie, berekend als het surplus van de biedprijs boven de beurskoers van de doelwitvennootschap zes maanden voor de start van de transactie, bedraagt gemiddeld ongeveer 30%. Deze premies kunnen van geval tot geval erg verschillen. Zo zijn de geboden premies bij holdingbieders gemiddeld lager in vergelijking met de niet-holding-overnemers. Echter, wegens de daarnet aangehaalde grote variatie in premies zijn deze verschillen niet statistisch significant. Wel laten de afwijkingen tussen gemiddelde en mediaan zien dat, voornamelijk bij de holdings, in een groot deel van de steekproef relatief lage premies worden geboden. Tabel 2b toont de surplusrendementen boven een belegging in de beursindex van de contantmarkt wanneer de doelwitaandeelhouder zes maand (=CAR(-6)) of één maand (=CAR(-1)) voor de transactie zou instappen en de doelwitaandelen zou aanhouden tot de start van de operatie. Hier valt het grotere surplus op bij de niet-holding-overnemers indien de belegger zes maand op voorhand instapt (verschil statistisch significant tussen holdings en niet-holdings met t-test, niet significant met de strenge niet parametrische Mann-Whitney U test). Wanneer er daarentegen slechts één maand op voorhand in de aandelen is belegd, vallen de gemiddelde surplusrendementen bij niet-holdingbieders merkelijk lager uit (verschil tussen CAR(-6) en CAR(-1) bij niet-holding-overnemers significant met t-test, niet significant met Mann-Whitney U test). In het geval van een holding-overnemer maakt het daarentegen weinig verschil of de belegger één of zes maand op voorhand is ingestapt. Dit alles wijst erop dat niet-holdingbieders meer

surplusrendement laten aan de doelwitvennootschappen, en dat bovendien deze surplussen sneller door de beurs worden geanticipeerd.<sup>7</sup> Voor beide type overnemers is de mediaanwaarde voor CAR(-1) echter relatief gering, wat aanduidt dat, ondanks de mooie gemiddelden, bij heel wat individuele overnames de surplusrendementen tijdens de maand voor de transactie beperkt uitvallen. Desniettemin leiden bovenstaande vaststellingen tot twee interessante vragen: hoe komt het dat de prijsoploop in de aandelenprijs van doelwitvennootschappen trager begint bij holdingbieders, en hoe komt het dat holdingbieders minder rendement laten aan de doelwitaandeelhouders ?

Wat betreft de eerste vraag blijkt volgens tabel 2c en figuur 1 dat wanneer de evolutie van CAR over de tijd wordt beschouwd, bij doelwitvennootschappen van niet-holdings, de prijsoploop zich geleidelijk opbouwt tijdens de laatste twee à drie maanden voor de transactie. Dit laatste stemt overeen met internationale evidentie en met vroegere bevindingen voor een globale steekproef van overnames voor België (Van Hulle, Vermaelen en de Wouters (1991) maken geen opsplitsing naar het type bidder). Bij holding-overnemers daarentegen impliceert het constant blijven van de verschillende CAR-waarden doorheen de tijd dat de prijsoploop zich gemiddeld enkel gedurende de laatste maand manifesteert. Meerdere mogelijke verklaringen voor dit verschillend gedrag van CAR over de tijd worden reeds gesuggereerd door tabel 1.<sup>8</sup> Deze geeft immers aan dat gemiddeld minder controlewijzigingen optreden bij holdingbieders en dat bovendien heel wat van de doelwitvennootschappen zeer klein zijn. Men mag dan verwachten dat onder dergelijke omstandigheden de markt minder snel de transactie anticipeert. Bovendien zijn, zoals hoger besproken, de behaalde rendementen gemiddeld ook kleiner. Daardoor is het ook mogelijk dat vroegtijdige anticipaties bij een aantal transacties minder gemakkelijk via de gemiddelde CAR's tot uiting komen. Ook zou het mogelijk zijn dat het gemiddelde tijdsverloop tussen de overnamebeslissing en de effectieve start van het bod bij holdingbieders korter is dan bij de andere overnemers. Tenslotte kan er ook een verschil in aankondigingsbeleid

<sup>7</sup> Surplusrendementen zijn niet meer berekend voor de maanden na de transactie omdat de markt in het aandeel dan vaak zeer dun is; aandelenprijzen kunnen zelfs volledig ontbreken.

<sup>8</sup> De gegevens uit tabel 1 kunnen echter enkel maar suggereren, daar zoals hoger reeds aangegeven, de steekproef te klein is opdat de verschillen tussen type bidders in tabel 1 statistisch significant zouden zijn.

bestaan tussen de twee types van bidders: sommige ondernemingen kondigen het akkoord omtrent de transactie een hele tijd op voorhand aan terwijl andere bedrijven dit niet doen.

Met betrekking tot de vraag omtrent de lagere rendementen op doelwitaandelen bij holdingbidders, kan men eveneens meerdere hypothesen formuleren. Een eerste mogelijke verklaring zou erin kunnen bestaan dat deze klasse van overnemers relatief meer van de surplussen naar zich toe haalt. Tabel 3 toont dat, in vergelijking met de surplussen van doelwitaandeelhouders, de gerealiseerde surplusrendementen van bidders laag zijn, en dat holdingbidders het gemiddeld niet beter doen dan andere overnemers. Gezien de geringe omvang van vele doelwitvennootschappen en het beperkte belang van heel wat operaties zijn deze bevindingen trouwens niet verwonderlijk. Een tweede mogelijke hypothese zou kunnen zijn dat holdingbidders evenveel betalen als andere overnemers maar dat - en dit wordt door de gegevens uit tabel 1 gesuggereerd - een andere mix van type overname verantwoordelijk is voor de gemeten verschillen in gemiddelde surplusrendementen op doelwitaandelen. De analyse van deze laatste hypothese vormt het onderwerp van paragraaf 3.

### **3. Is er een 'holding-effect' in de overnameprijzen ?**

Zoals hierboven aangeduid dient, voordat er een uitspraak kan worden gedaan omtrent de vraag of holding-overnemers minder surplusrendement bieden aan doelwitvennootschappen, gecorrigeerd te worden voor een eventueel verschil in de mix van overnames tussen de klassen van bidders. Bij het karakteriseren van mogelijke relevante verschillen in type doelwit kan tabel 1 opnieuw als leidraad dienen evenals de argumentatie uit de inleiding. Immers, zoals daar aangegeven zou men, althans in de Angelsaksische visie, verwachten dat overnames die een controleverandering teweeg brengen, meer waarde creëren; daarnaast zou men verwachten dat bij het samengaan van superstructuren relatief minder meerwaarde wordt gerealiseerd. Ook de grootte van de transactie zou een rol kunnen spelen. Zo zou men verwachten dat indien de uitkoop financieel een beperkte inspanning vereist, een hogere premie aan de doelwitaandeelhouders wordt aangeboden daar zulks het succes van de overname garandeert zonder een belangrijke meerkost te veroorzaken.

Al deze bedenkingen worden samengevat in de volgende cross-sectionele (over alle doelwitten) regressievergelijking:

$$\text{CAR}(\text{doelwit}) = a + b_1 * \text{grootte} + b_2 * \text{contr.} + b_3 * \text{typet} + b_4 * \text{typeb} + \varepsilon^9$$

met:

$\text{CAR}(\text{doelwit})$  = surplusrendement van doelwit;

grootte =

definitie 1:

aantal aandelen waarvoor bod x aandelenprijs datum bod / [steekproefgemiddelde van (aantal aandelen waarvoor bod x aandelenprijs datum bod)]

definitie 2:

beurskapitalisatie doelwit op ogenblik bod / [gemiddelde beurskapitalisatie op ogenblik bod];

contr = 1 indien controlewijziging van target, 0 indien geen verandering;

typet = 1 indien doelwit een holding is, 0 in het tegengestelde geval;

typeb = 1 indien bidder een holding is, 0 in het tegengestelde geval.

De coëfficiënt  $a$  kan worden geïnterpreteerd als het 'basis'-surplusrendement, uitgezuiverd voor verschillen in mix en een mogelijk effect van het type overnemer,  $b_1$ ,  $b_2$  en  $b_3$  meten de 'mix'-effecten en tenslotte meet  $b_4$  of, uitgezuiverd voor de overnamemix, holdingbieders een ander surplus laten aan de doelwitaandeelhouders. Indien de hoger aangegeven redeneringen overeenkomen met de Belgische realiteit, zou men verwachten dat  $a > 0$ ,  $b_1 < 0$ ,  $b_2 > 0$ ,  $b_3 < 0$ . Bovendien is  $b_4 = 0$  bij afwezigheid van een type-bieder-effect. De regressievergelijking wordt zes maal geschat. Als afhankelijke variabele wordt  $\text{CAR}(\text{doelwit}) = \text{CAR}(-6)$  respectievelijk  $\text{CAR}(-1)$  gehanteerd. In het licht van de hogere discussie omtrent de verschillende snelheid waarmee het effect van de transactie de beursprijzen beïnvloedt, worden ook regressies gelopen met  $\text{CAR}(-6)$  voor doelwitten van niet-holdingbieders en  $\text{CAR}(-1)$  voor doelwitten van holdings (d.w.z.  $\text{CAR}(-6;-1)$ ). Daarnaast worden ook aparte

---

<sup>9</sup> Door het beperkt aantal gevallen waarbij zowel bidder als doelwit op de beurs zijn genoteerd, is het niet mogelijk een gelijkaardige analyse voor de surplusrendementen van biederaandeelhouders door te voeren.

berekeningen uitgevoerd voor de twee maatstaven van grootte. In het bijzonder drukt de eerste van de hoger beschreven grootte-maatstaven de directe kost van de publieke transactie uit. Het is echter duidelijk dat er onderliggend een negatieve correlatie kan bestaan tussen deze grootte-variabele en de variabele die verandering in controle meet. Men mag bovendien verwachten dat in een aantal gevallen de uitkoopkost van het publiek de werkelijke kost onderschat. Voorafgaandelijk aan de lancering van het bod kan immers een privé-transactie hebben plaatsgegrepen waarbij een grote aandeelhouder van de doelwitvennootschap aan de bieder uitverkoopt. In het bijzonder schrijft de overnamewetgeving van 1989 omtrent op de beurs genoteerde ondernemingen voor dat, indien er zich via een privé-transactie een controlewijziging voordoet, en daarenboven de verkopende grote aandeelhouder een prijs boven beurswaarde realiseert, de koper van het pakket verplicht een publiek overnamebod of een koershandhaving dient te lanceren aan dezelfde prijs per aandeel waartegen het pakket is aangekocht. Voor 89 behoorde deze regel reeds tot de normale geploegenheden. Vandaar dat ook de tweede variabele als maatstaf voor grootte wordt gebruikt. Tabel 4 geeft de resultaten. De regressies met  $CAR(-6;-1)$  als afhankelijke variabele hebben de beste verklaringskracht. Deze met  $CAR(-1)$  daarentegen blijken geen economische realiteit te kunnen vatten. Uitgezuiverd voor mix en type overnemer blijkt het surplus dat doelwitaandeelhouders ontvangen ongeveer 20% te bedragen. Grootte en controlewijziging hebben gemiddeld geen statistisch significant effect.<sup>10</sup> Bovendien blijkt dat gemiddeld meer wordt betaald voor doelwitten die zelf holdings zijn ( $b_3 > 0$ ) en dat er een aanwijsbaar type-overnemer-effect is waarbij holding-overnemers minder surplus laten ( $b_4 < 0$ ). Deze bevindingen spreken de hoger beschreven, op de Angelsaksische overnametheorie gebaseerde hypothesen tegen. Zij zijn evenwel consistent met de in paragraaf 1 geformuleerde vaststelling dat, naast het gebruik van holdingconstructies als vehikels voor transacties met een industriële achtergrond, (misschien) heel wat overnames van beursgenoteerde ondernemingen in de Belgische praktijk meer te maken hebben met herschikkingen van beurslijnen dan met de activa die in de doelwitvennootschap aanwezig zijn.

<sup>10</sup> De coëfficiënt van de grootte variabelen heeft, tegen de hypothese in, een positief teken; in alle regressies die economische realiteit vatten heeft de coëfficiënt van de controlevariabele wel het juiste teken.

#### 4. Besluit

Dit artikel brengt een eerste evaluatie van de vraag of in de Belgische beurspraktijk, overnames beantwoorden aan de in het wetenschappelijk onderzoek dominerende Angelsaksische beeldvorming omtrent deze transacties. In de Angelsaksische visie wordt essentieel verondersteld dat bij dergelijke operaties ingrijpende wijzigingen in de efficiëntie en de controle over de bedrijfsactiviteiten worden gerealiseerd. Deze efficiëntieverbeteringen komen tot uiting in koersstijgingen van de biederaandelen, en, wegens de waarde van controle, voornamelijk in belangrijke premies boven beurskoers op doelwitaandelen. Dit artikel beschouwt de tijdens de periode 1985-1995 uitgevoerde overnames en koershandhavingen waarbij op de Brusselse beurs genoteerde ondernemingen zijn betrokken. Daarbij gaat speciale aandacht naar het effect van de directe inmenging van holdings. Consistent met voorgaande studies en buitenlandse bevindingen, ontvangen doelwitaandeelhouders gemiddeld merkkelijk grotere surplusrendementen dan de aandeelhouders van biedervervennootschappen. Heel wat Belgische overnames blijken echter gering in omvang te zijn met beperkte uitkooppercentages waarbij vaak geen echte wijziging in controle plaatsgrijpt. Wanneer behaalde surplusrendementen op doelwitaandelen worden gerelateerd tot variabelen die volgens de Angelsaksische visie zouden dienen gecorreleerd te zijn met efficiëntieverbeteringen, blijkt dat tussen deze variabelen en de surplusrendementen op doelwitaandelen, geen of aan de hypothese tegengesteld verband bestaat. De variabelen die uiteindelijk het best en zelfs in vrij grote mate de behaalde surplusrendementen op doelwitaandelen verklaren zijn het type overnemer en het type doelwit. In het bijzonder blijken holdingbieders minder surplus te laten aan hun doelwitten maar wordt, tegen de Angelsaksische visie in, door bieders meer premie betaald voor doelwitondernemingen die zelf holding zijn. Deze resultaten laten vermoeden dat bij de overnames van beursgenoteerde doelwitten, holdings vermoedelijk ook worden gebruikt als vehikels voor transacties met een industriële achtergrond en dat eveneens het 'management' van beurslijnen een belangrijke rol speelt. Deze bevindingen wijzen erop dat heel wat overnames in de Belgische praktijk niet of weinig overeenstemmen met de Angelsaksische beeldvorming.

## Bibliografie

- L. Babchuk (1988), Takeover bids below the expected value of minority shares, NBER working papers, n° 2524;
- R. Brealey en S. Myers (1996), Principles of corporate finance, 5<sup>th</sup> and international edition, McGraw-Hill;
- H. DeAngelo, L. DeAngelo en E. Rice (1984), Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth, *Journal of Law and Economics* 27, 367-386;
- E. Eckbo en H. Langohr (1990), Takeover premiums, disclosure regulations, and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 24, 363-404;
- J. Franks en R. Harris (1989), Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-1985, *Journal of Financial Economics*, 23, 185-224;
- G. Hite en M. Vetsuypens (1989), Management buyouts of divisions and shareholder wealth, *Journal of Finance* 44, 953-970;
- G. Judge, R. Hill, W. Griffiths, H. Lütkepohl, T. Lee (1988), Introduction to the theory and practice of econometrics, second ed., Wiley;
- G. Keutgen (1990), Over de verplichting een openbaar bod uit te brengen op alle aandelen van de doelwitvennootschap en over het ontbreken van een openbare bodsdrempel, in: *Openbaar bod en beschermingsconstructies. Recente evoluties in wetgeving en praktijk naar Belgisch, Nederlands en Europees recht*, nr 1, Reeks Rechtspersonen-en Vennootschapsrecht, Jan Ronse instituut, KU-Leuven;
- K. Lehn en A. Poulsen (1989), Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *Journal of Finance* 44, 771-788;
- B. Leleux, T. Vermaelen, S. Banerjee (1995), Large Shareholdings and Corporate Control: An Analysis of Stake Purchases by French Holding Companies, working paper INSEAD;
- P. Sprent (1995), Applied nonparametric statistical methods, Chapman and Hall;
- C. Van Hulle, T. Vermaelen en P. de Wouters (1991), Mergers and takeover bids in Belgium, *Journal of Banking and Finance*, 15, 1143-1170;
- C. Van Hulle (1991), Overnameactiviteit in België: de gevolgen van veranderingen in omgeving en wetgeving.

## Bijlage

**Tabel 1: belang en aard overnametransacties**

	Holdingbieders	Niet-holdingbieders	sign. verschil <sup>c</sup>
aantal transacties met beursgenoteerde doelwitten	29	20	
gemiddelde uitkoopwaarde <sup>a</sup>	2,270 miljard BEF	2,148 miljard BEF	ns
mediaan uitkoopwaarde	261,4 miljoen BEF	367 miljoen BEF	ns
gemiddelde beurskapitalisatie doelwit <sup>b</sup>	12,2 miljard BEF	2,854 miljard BEF	ns
mediaanwaarde beurskapitalisatie doelwit	1,108 miljard BEF	866,6 miljoen BEF	ns
gemiddeld uitkooperpercentage <sup>c</sup>	30%	43%	ns
mediaan uitkooperpercentage	30%	35%	ns
gemiddelde beurskap. <sup>d</sup>	11,1 miljard BEF		
aantal controlewijzigingen	18	15	ns
aantal holding-doelwitten	17	7	ns

a = aantal aandelen waarvoor geboden maal biedprijs per aandeel;

b = aantal gewone aandelen maal beursprijs op datum bod;

c = aantal gewone aandelen waarvoor geboden op totaal aantal gewone aandelen;

d = gemiddelde beurskapitalisatie van Belgische onderneming op de kontantmarkt van de beurs van Brussel in 1990;

e = significantie getest met t-test,  $\chi^2$ -test of een tekentest voor mediaanwaarden.

**Tabel 2a: premies boven beurskoers doelwitaandelen**

	Holdingbieders		Niet-holdingbieders		2 klassen
	premie	# <sup>b</sup>	premie	# <sup>b</sup>	premie
premie gem	0.244 (0.365;0.002) <sup>a</sup>	27	0.407 (0.474;0.004)	16	0.304 (0.411;0)
premie med	0.156	27	0.364	16	0.196

a = het eerste getal onder de gemiddelden is de standaarddeviatie en het tweede het significantieniveau van de t-statistiek; verschillen tussen holdings en niet-holdings niet significant met Mann-Whitney U test;

b = voor sommige aandelen zijn geen beursprijzen beschikbaar gedurende periodes van meerdere weken zodanig dat steekproefgegevens kunnen wegvallen; 1 uitschieter met premie = 378% is bij de niet-holdingbieders uit de steekproef van CAR(-6) verwijderd.



**Tabel 2b: surplusrendementen doelwitaandeelhouders**

	Holdingbieders		Niet-holdingbieders		2 klassen
	surplus rendement	# <sup>b</sup>	surplus rendement	# <sup>b</sup>	surplus rendement
CAR(-6) gem	0.15 <sup>c</sup> (0.366; >0.043) <sup>a</sup>	27	0.386 <sup>c d</sup> (0.386; >0.005)	16	0.239 (0.387; >0.005)
CAR(-6) med	0.093	27	0.368	16	0.113
CAR(-1) gem	0.123 (0.158; >0.025)	25	0.081 <sup>d</sup> (0.2317; >0.01)	19	0.104 (0.191; >0.001)
CAR(-1) med	0.058	25	0.025	19	0.048

a = het eerste getal onder de gemiddelden is de standaarddeviatie en het tweede het significantieniveau van de t-statistiek;

b = voor sommige aandelen zijn geen beursprijzen beschikbaar gedurende periodes van meerdere weken zodanig dat steekproefgegevens kunnen wegvallen; 1 uitschieter met surplusrendement = 335% is bij de niet-holdingbieders uit de steekproef van CAR(-6) verwijderd;

c = Verschil tussen holdings en niet-holdings significant op 0.05 met t-test; verschillen tussen holdings en niet-holdings niet significant met Mann-Whitney U test;

d = Verschil tussen CAR(-t) en CAR(-1) significant met t-test; niet significant met Mann-Whitney U test.

**Tabel 2c: evolutie surplusrendement doelwitvennootschappen doorheen de tijd**

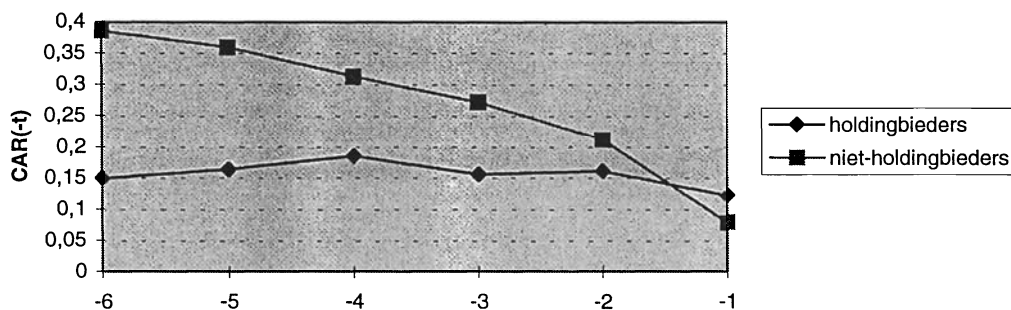
	Holdingbieders		Niet-holdingbieders		2 klassen
	surplus rendement	#	surplus rendement	#	surplus rendement
CAR(-6) gem	0.15 <sup>b</sup> (0.366; >0.043) <sup>a</sup>	27	0.386 <sup>b c</sup> (0.386; 0.005)	16	0.239 (0.387; >0.005)
CAR(-5) gem	0.165 <sup>b</sup> (0.316; >0.025)	27	0.36 <sup>b c</sup> (0.383; >0.005)	16	0.238 (0.353; >0.005)
CAR(-4) gem	0.186 (0.356; >0.025)	26	0.314 <sup>c</sup> (0.369; >0.005)	17	0.236 (0.363; >0.005)
CAR(-3) gem	0.157 (0.243; >0.025)	26	0.273 <sup>c</sup> (0.351; >0.005)	19	0.205 (0.297; >0.005)
CAR(-2) gem	0.162 (0.255; >0.025)	27	0.213 (0.365; >0.025)	16	0.181 (0.297; >0.005)
CAR(-1) gem	0.123 (0.158; >0.025)	25	0.08 (0.231; >0.1)	19	0.104 (0.191; >0.001)

a = het eerste getal onder de gemiddelden is de standaarddeviatie en het tweede het significantieniveau van de t-statistiek;

b = verschil tussen holdings en niet-holdings significant op 0.05 met t-test; verschillen tussen holdings en niet-holdings niet significant met Mann-Whitney U test;

c = verschil tussen CAR(-t) en CAR(-1) significant met t-test; niet significant met Mann-Whitney U test.

**Figuur 1 : surplusrendement op doelwitaandelen bij instap op  $t = -6, \dots, -1$**



**Tabel 3: surplusrendementen biederaandeelhouders**

	Holdingbieders		Niet-holdingbieders		2 klassen
	surplus rendement	#	surplus rendement	#	surplus rendement
CAR(-6) gem	-0.022 <sup>b</sup> (0.07; < 0.1) <sup>a</sup>	12	0.11 <sup>b</sup> (0.249; > 0.1)	14	0.049 (0.197; < 0.1)
CAR(-6) med	-0.029	12	0.0277	14	0.005
CAR(-1) gem	0.012 (0.046; < 0.1)	12	0.003 (0.071; < 0.1)	14	0.007 (0.06; < 0.1)
CAR(-1) med	0.013	12	0.008	14	0.009

a = het eerste getal onder de gemiddelden is de standaarddeviatie en het tweede het significantieniveau van de t-statistiek;

b = verschil tussen holdings en niet-holdings significant op 0.05 met t-test; verschil tussen holdings en niet-holdings niet significant met Mann-Whitney U test.

**Tabel 4: regressieresultaten <sup>a</sup>**

afhankelijke variabele	a	b <sub>1</sub>	b <sub>2</sub>	b <sub>3</sub>	b <sub>4</sub>	Adj R <sup>2</sup>
CAR(-6); 1 <sup>e</sup> def. Grootte; n = 39	0.204 <sup>b</sup> (2.129) <sup>c</sup>	0.021 (1.061)	0.0577 (0.686)	0.1948 <sup>b</sup> (2.406)	-0.26 <sup>b</sup> (-3.153)	22.84% (0.012)
CAR(-1); 1 <sup>e</sup> def. Grootte; n = 36	0.0531 (1.13)	0.0005 (0.039)	-0.0339 (-0.922)	-0.0149 (-0.462)	0.0502 (1.515)	1% (0.379)
CAR(-6); 2 <sup>e</sup> def. Grootte; n = 43	0.3714 <sup>b</sup> (2.888)	0.0119 (0.540)	-0.0809 (-0.669)	0.2111 (1.805)	-0.3023 <sup>b</sup> (-2.453)	8.20% (0.124)
CAR(-1); 2 <sup>e</sup> def. Grootte; n = 38	0.0654 (1.534)	0.0035 (0.387)	-0.0511 (-1.334)	-0.0091 (-0.254)	0.0601 (1.648)	6.86% (0.178)
CAR(-6;-1); 1 <sup>e</sup> def. Grootte; n = 40	0.1933 <sup>b</sup> (2.180)	0.0124 (0.717)	0.0887 (1.128)	0.1876 <sup>b</sup> (2.467)	-0.2568 <sup>b</sup> (-3.331)	23.1% (0.01)
CAR(-6;-1); 2 <sup>e</sup> def. Grootte; n = 40	0.2110 <sup>b</sup> (2.456)	0.0078 (0.619)	0.0818 (1.022)	0.1823 <sup>b</sup> (2.425)	-0.2656 <sup>b</sup> (-3.354)	22.82% (0.01)

a = foutentermen zijn gecontroleerd op heteroscedasticiteit; verklarende variabelen zijn gecontroleerd op multicollineariteit; foutentermen zijn gecontroleerd op informatie-inhoud en alle 'leverage'- punten met Dffits > 1 zijn achtereenvolgens uit de steekproef verwijderd (n geeft resterende steekproefgrootte);

b = significant op 5%;

c = t-statistieken; het getal tussen haakjes bij R<sup>2</sup> geeft Prob > F.

